

## Uma crítica a Hipótese da Eficiência de Mercado: Análise dos casos Ambev e Submarino

Luciano Ferreira Carvalho  
Mestrando em Administração - Universidade Federal de Uberlândia

Oswaldo Silvio Giachero  
Mestrando em Administração - Universidade Federal de Uberlândia

Profa. Dra. Kárem Cristina de Souza Ribeiro  
Universidade Federal de Uberlândia

### Resumo

A Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) pressupõe que os preços das ações refletem totalmente e instantaneamente todas as informações relevantes disponíveis. O mercado eficiente pode ser classificado em três tipos de eficiência: forma fraca; forma semiforte e; forma forte. O presente trabalho tem o objetivo de verificar se o mercado de capitais brasileiro é eficiente na forma semiforte, por meio do estudo de comportamento dos preços em períodos próximos à divulgação de uma notícia relevante (evento). O método utilizado foi o estudo de evento, sendo realizados testes com ações das empresas Ambev e Submarino nos dias anteriores e posteriores a data de divulgação de uma fusão. Foram calculados os retornos anormais das ações nos dias que precedem e sucedem à notícia, e também a média e desvio-padrão das cotações nos mesmos períodos. Como resultado a análise mostra que o mercado brasileiro se comportou de maneira ineficiente na forma semiforte para os casos estudados.

Palavras-Chave: Mercado Eficiente; Ambev; Submarino; Fusão

### 1. Introdução

Um mercado de capitais apresenta diferentes níveis de desenvolvimento, de acordo com a rapidez e precisão com que os preços refletem as informações disponíveis. A agilidade no processo de resposta a novas informações reflete a eficiência do mercado, que pode ser dividido em três formas: fraca; semiforte e; forte. Na forma semiforte, os títulos reagem a informações públicas relevantes tais como, subscrição de ações, pagamento de dividendos, anúncio de lucros, fusões e aquisições, entre outras. Consideram-se informações públicas aquelas que afetam os preços ao mesmo tempo em que são divulgadas. Ainda segundo essa forma de eficiência nenhum investidor pode obter retornos anormais com base em tais informações.

Uma notícia relevante, fará com que a demanda por tal ação aumente ou diminua, dependendo se a notícia é boa ou ruim. O efeito desse movimento seria uma alteração imediata nos preços da ação.

Num mercado eficiente, as variações de preço comportam-se como um *Random Walk* ou caminho aleatório. Esses preços refletem, quase instantaneamente, todas as informações novas que chegam ao mercado. Como essas informações novas, por definição, não podem ser deduzidas de informações anteriores, elas devem ser

independentes ao longo do tempo e, portanto, aleatórias, sem um padrão definido. (COSTA JR. et al., 2000)

Apesar da Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM) ser comprovada por inúmeros trabalhos, existem vários outros que sugerem o contrário, apontando uma série de anomalias. Os estudos de tais anomalias mostram que os retornos das ações podem ser previstos por apresentarem tendências em determinados períodos ou situações, em que recursos computacionais têm possibilitado, por meio de técnicas estatísticas e matemáticas, fazer tais previsões.

Diante do que foi exposto, considera-se este trabalho relevante pela importância que o mercado de capitais desempenha no desenvolvimento econômico de um país, ao alocar poupanças a investimentos, incrementando recursos às empresas mais viáveis segundo critério de precificação de seus títulos. De acordo com Camargos e Barbosa (2003), o mercado de capitais brasileiro ainda carece de estudos que contemplem a sua eficiência, principalmente a partir de 1994, quando a economia passou a apresentar uma relativa estabilidade econômica e monetária. Esses mesmos autores realizaram um levantamento das pesquisas sobre HEM realizadas no Brasil no período de 1973 a 2001, sendo constatado a realização de 24 trabalhos nesse período, dos quais 10 abordaram a forma fraca de eficiência, 8 trabalhos abordaram a forma semiforte de eficiência, 3 abordaram estudos de anomalias, e 3 abordaram estudo de eficiência em geral. Dos 8 trabalhos referentes à pesquisa da forma semiforte de eficiência 2 confirmaram a hipótese e 6 refutaram

Num outro trabalho de Camargos e Romero (2006), novamente a HEM em sua forma semiforte foi desfavorecida, pois os autores avaliaram dez pesquisas realizadas no período de 1988 a 2005 em que apenas 2 confirmaram a HEM em sua forma semiforte, enquanto as 8 pesquisas restantes demonstraram evidências contrárias.

Considerando a relevância do assunto este artigo visa responder a seguinte questão: O mercado brasileiro de capitais comportou-se de forma eficiente na forma semiforte para os casos de fusões da Ambev-Iterbrew e Submarino-Americanas?

Diante do problema abordado, o objetivo desse estudo é verificar a existência de eficiência de mercado no Brasil na sua forma semiforte considerando o evento “Fusão” para as empresas citadas acima.

Este trabalho divide-se em 4 seções além desta. Na seção seguinte é feita uma revisão bibliográfica enfatizando a HEM e críticas a hipótese. A seção 3 expõe a metodologia de pesquisa. O desenvolvimento e análise dos resultados são apresentados na seção 4. Por fim são tecidas as considerações finais na seção 5.

## **2. Hipótese da Eficiência de Mercado (HEM)**

O mercado de capitais existe para facilitar a transferência de fundos de indivíduos e empresas que tenha um excesso de recursos para empresas que tenham acesso a oportunidades de investimento produtivo com taxas de retorno que excedam o seu custo de oportunidade.

Um dos alicerces de funcionamento do mercado de capitais é a confiança depositada pelos investidores no seu modus operandi. Nesse sentido a transparência e a imparcialidade das informações sobre o desempenho das empresas e da economia tem sido uma busca evolutiva constante. A possibilidade de ganhos fáceis e rápidos tem demovido homens não apenas as más condutas, mas também a estudos de padrões no comportamento dos preços de títulos, como forma de antever flutuações de valores futuros.

Desde o final do século retrasado iniciaram os estudos sobre o comportamento dos preços de títulos, através das contribuições dadas por Bachelier em 1900, quando formulou o primeiro teste no comportamento dos preços de *commodities*. Já na década de 30 Working também lança sua contribuição identificando o comportamento aleatório dos preços de mercadoria sedimentando conhecimento para que na década de 50 Kendall iniciasse a sistematização da *Random Walk Theory*. Nessa trajetória Samuelson e Mandelbrot deixaram suas marcas na década de 60, até que os estudos de Roberts (1967) e Fama (1970) deram destaque a eficiência de mercado na teoria das finanças, com discussões contra e a favor de sua existência.

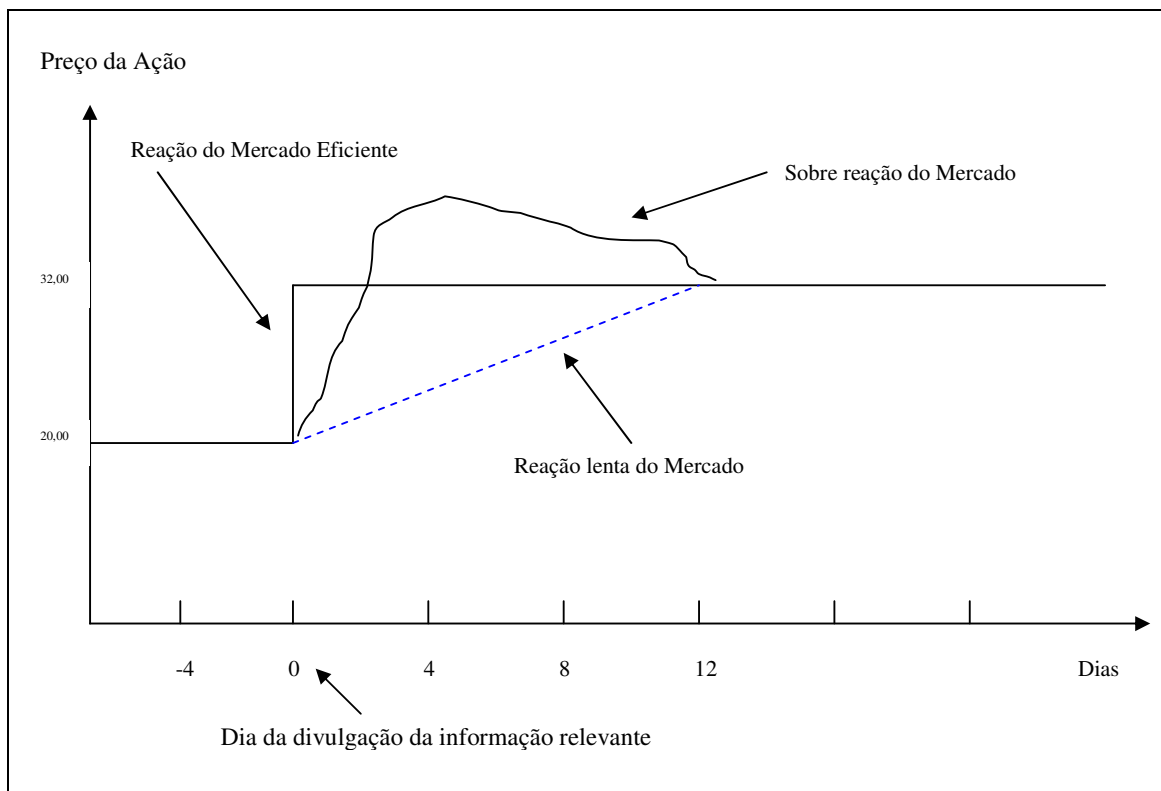
A eficiência do mercado de capitais está baseada na suposição de que os preços dos ativos embutem todas as informações disponíveis de uma forma lógica e instantânea. Tal conceito permite supor que os preços correntes refletem o valor presente descontado permanentemente, e por isso seria impossível obter ganhos extraordinários.

Em termos gerais, o ideal é um mercado em que preços forneçam sinais precisos para alocação de recursos: isto é, um mercado em que empresas podem tomar decisões de produção-investimento, e investidores podem escolher entre os títulos que representam propriedade de empresas sob a suposição que preços de títulos em algum tempo “refletem totalmente” todas as informações disponíveis. Um mercado em que preços sempre “refletem totalmente” as informações disponíveis é chamado de “eficiente”. (FAMA, 1970)

O conceito é que como os preços reagem imediatamente com as informações, não existe um lapso de tempo de desinformação para que algum investidor possa ter vantagem sobre outro investidor. Há presunção de um total conhecimento dos fatos por parte dos investidores, e também de um consenso a respeito do valor presente de cada ativo.

Acompanhando o raciocínio de Brealey e Myers (1992), num mercado eficiente a compra ou venda de qualquer título a preço corrente será sempre uma transação com valor presente nulo. O ganho ou a perda de uma posição financeira assumida decorreria de eventos futuros, porém, no instante da aquisição ou venda de um título o valor ali pago, ou recebido, ensejam todas as informações disponíveis até aquele momento.

De acordo com Copeland e Weston (1988), o mercado de capitais é alocaionalmente e operacionalmente eficiente. Eficiência alocaional se refere à capacidade do mercado em desenvolver títulos que melhor correspondam à demanda de poupadores e investidores, permitindo uma melhor alocação de recursos. Eficiência operacional trata dos custos de transferência de fundos (intermediação financeira), ressaltando que em um mercado de capitais perfeito, os custos de transação são considerados inexistentes. Os mesmos autores afirmam ainda que em um mercado de capitais eficiente, os preços refletem completamente e instantaneamente todas as informações relevantes disponíveis.



Fonte: Silva (2003)

Figura 1: Reação do preço de uma ação a uma nova informação

Segunda Fama (1970) existem três condições suficientes para que a HEM se verifique:

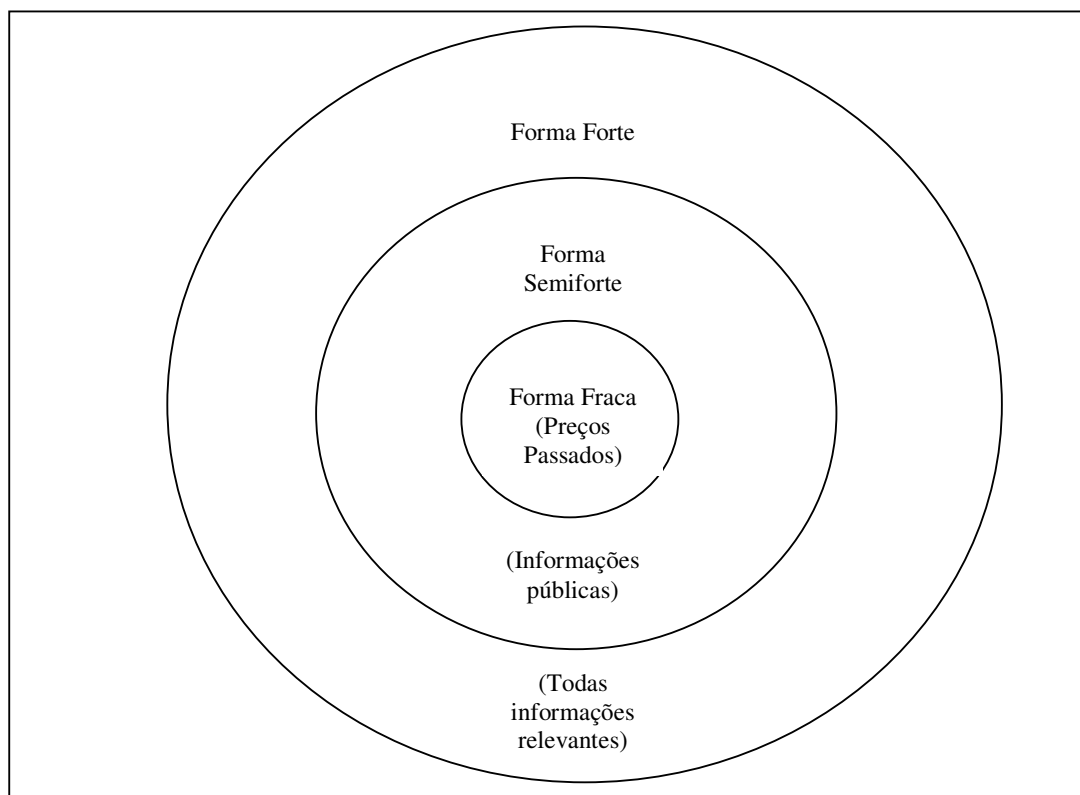
- 1) Inexistência de custos de transação nas negociações de títulos;
- 2) Todas as informações são disponibilizadas sem custos para todos os participantes do mercado;
- 3) Concordância geral nas expectativas dos investidores quanto aos efeitos das informações sobre os preços atuais das ações, assim como sobre suas distribuições futuras.

Importante ressaltar que tais condições são suficientes, mas não necessárias. Exemplo disso é que o modelo pode ser eficiente mesmo que apenas um número parcial de investidores tenha acesso à informação.

Fama (1970), define três formas de eficiência:

- Forma fraca de eficiência: Nenhum investidor pode obter retornos anormais (em excesso) baseados na expectativa de que preços passados são bons sinalizadores dos preços futuros. Ou seja, informações de preços passados, não são úteis ou relevantes para atingir retornos em excesso.
- Forma semiforte de eficiência: Nenhum investidor pode obter retornos anormais (em excesso) com base em alguma informação pública disponível, pois os preços se ajustam rapidamente às novas informações divulgadas.
- Forma forte de eficiência: indica que os preços refletem todas as informações existentes no mercado (históricas, públicas e privadas). Assim, nenhum investidor

poderia obter retornos extraordinários, mesmo utilizando dados confidenciais ainda não publicados, pois o ajuste dos preços no mercado é instantâneo.



Fonte: Ross (2002)

Figura 2: Formas de eficiência

A eficiência de mercado fundamenta-se em três hipóteses sobre a racionalidade dos investidores. A primeira diz que todos os investidores são racionais e, portanto, avaliam os títulos racionalmente. A segunda considera que nem todos os investidores são racionais, o que significa dizer que suas negociações com títulos são aleatórias e, portanto eliminam umas às outras sem alterar os preços dos títulos. A terceira hipótese considera que os investidores são irracionais, mas que a presença de arbitradores eliminaria a influência de tais investidores no preço dos títulos.

A avaliação de um título por um investidor racional acontece pelo valor atualizado do fluxo de caixa futuro, descontado a uma taxa de juros que representa o risco. Tais investidores, ao obter uma informação relevante, reagem elevando ou diminuindo os preços de suas ofertas quando a informação é boa ou ruim. Como consequência, toda informação relevante é incorporada ao preço do título quase que imediatamente, ajustando tais preços para um novo nível.

Para testar a eficiência de mercado para ativos com diferentes riscos deve-se empregar um modelo de precificação de ativos, sendo que o mais usado é o CAPM. Segundo Copeland e Weston (1988), a eficiência de mercado pode ser explicada pela linha de mercado de capitais. A idéia é de que deve haver uma relação linear entre retorno e risco sistemático (beta), isto é, títulos com risco sistemático elevado têm um retorno maior do que aqueles com risco menor. Considerando um título situado abaixo da linha de mercado, os investidores

prefeririam investir em outro que estivesse na linha de mercado de capitais, pois teria um maior retorno para o mesmo risco. Esse título abaixo da linha de mercado superavaliado, e se ninguém aplicar nesse título, então o seu preço cairá, elevando os retornos esperados até que o título se posicionasse na linha de mercado de capitais.

## 2.1 Críticas a HEM

Hipóteses contrárias a HEM mostram que os preços não reagem imediatamente à divulgação de novas informações relevantes. Estudos apontam que os preços dos títulos reagem lentamente, pois os investidores respondem vagarosamente a tais informações.

Outra crítica se refere à forma fraca da HEM. Existem diferentes teorias cuja suposição é de que o comportamento passado do preço de um título fornece muitas informações em relação ao comportamento futuro, onde dados históricos se repetem em padrões de comportamento. Outro ponto importante contrário a HEM refere-se às anomalias de mercado, isto é, retornos excessivamente exagerados para cima ou para baixo. Vários estudos apontam que existem situações específicas em determinados períodos que proporcionam ganhos extraordinários. Tais anomalias são classificadas em:

- Anomalias de calendário, onde existem padrões de comportamento dos retornos dos títulos em determinados períodos. Ex: efeito mudança de mês → as ações apresentam retornos maiores no último e nos quatro primeiros dias do mês.
- Anomalias fundamentais ou de valor, tal como o efeito tamanho, onde retornos ajustados ao risco de ações de firmas pequenas são maiores do que os retornos de firmas grandes.
- Anomalias técnicas obtidas por meio de técnicas de análise gráfica.
- Anomalia *value/growth*, onde investidores supervalorizam as ações de organizações com um passado atraente (*growth*) e subestimam as ações de empresas que não o tem (*value*).

## 3. Metodologia

O método utilizado, quanto aos objetivos, será a pesquisa descritiva. Nesse tipo de pesquisa, segundo Andrade (2004), os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados, sem que o pesquisador interfira sobre eles.

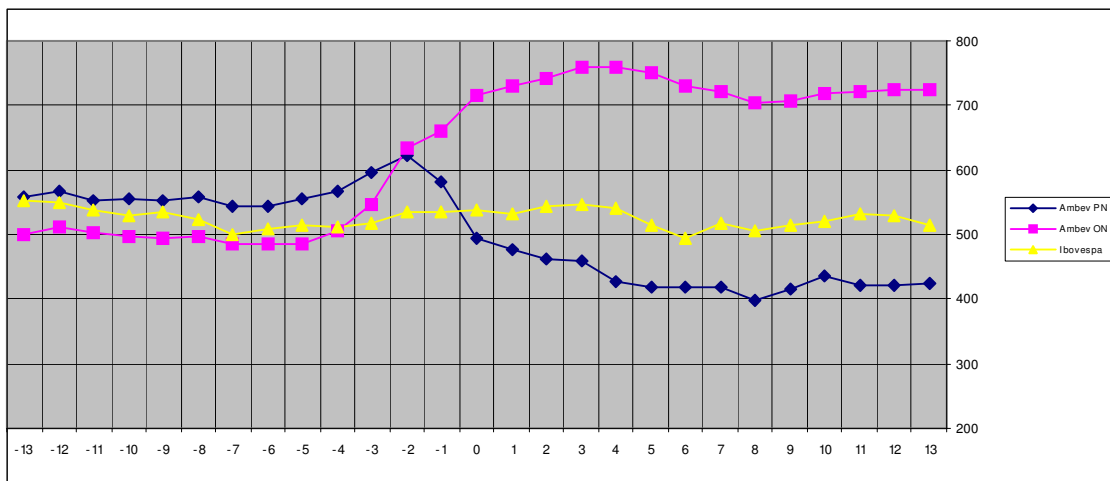
Quanto ao procedimento, será utilizado o método estatístico. Os dados foram levantados nos sites das empresas, no site da Bovespa e no sitio InfoMoney. A amostra é composta por duas empresas que realizaram fusões consideradas de grande relevância, a Ambev-Interbrew e a Submarino-Americanas. No caso da Ambev-Interbrew há uma perspectiva de que as empresas assumam a liderança mundial no segmento de cervejaria. Já no caso da Submarino-Americanas a fusão possibilitou assumir 50% das vendas por meio de comércio eletrônico no Brasil.

A HEM na sua semiforme será testada por meio de teste de “estudo de eventos”, onde será testada a velocidade com que os preços se ajustam a divulgação de uma informação relevante.

## 4. Análise dos Resultados

A análise foi desenvolvida com base nas cotações de preços das ações das empresas Ambev (gráfico 1) e Submarino (gráfico 3), nas proximidades dos eventos de fusões divulgados nos dias 03/03/2004 e 23/11/2006 respectivamente. Foram consideradas as divulgações oficiais feitas no sítio da Bovespa.

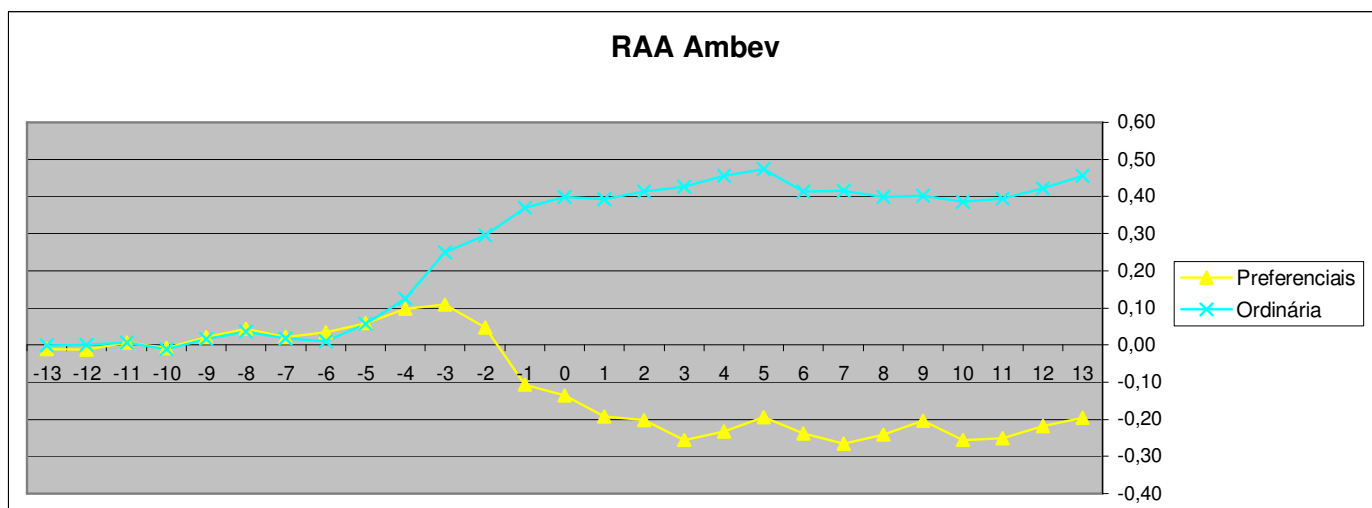
Gráfico 1: Comportamento dos preços das ações na janela de evento (-13 a 13) para o anúncio da Fusão – Interbrew e Ambev



Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa

O gráfico 2 a seguir apresenta os Retornos Anormais Acumulados (RAA), de acordo com modelo sugerido por ROSS (2002), para a empresa Ambev nos dias anteriores e posteriores à divulgação da fusão.

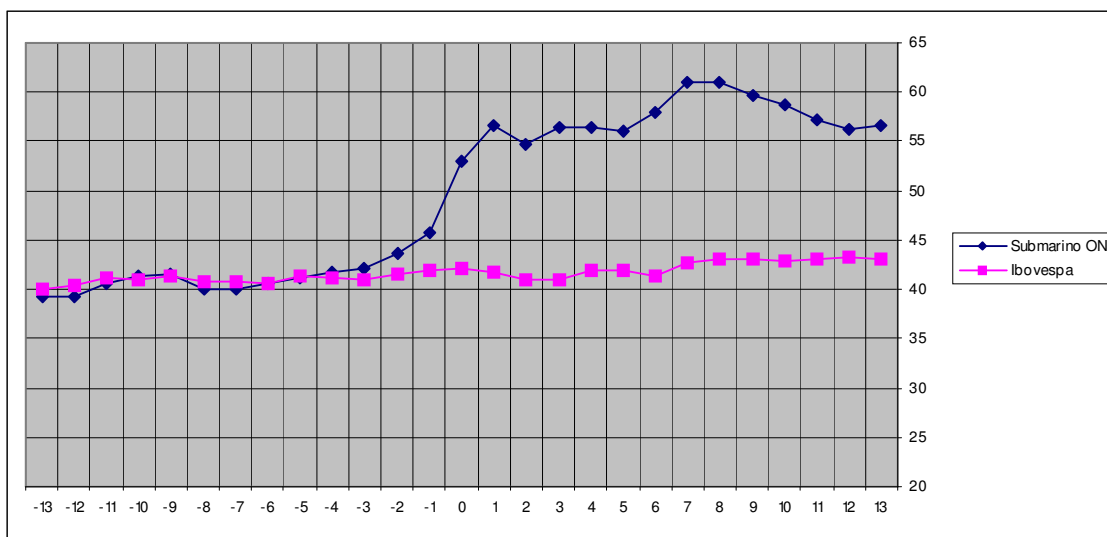
Gráfico 2: Retornos Anormais Acumulados - Ambev



Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa

Analisando o comportamento das ações da Ambev na proximidade da notícia de fusão com a Interbrew, observa-se que desde a data D-4 as ações vêm apresentando retornos anormais, denotando que pelo menos alguns investidores foram capazes de antever o evento, e dispararam ordens de compra elevando o preço da ação. Esta tendência prossegue até a data D+5, quando os preços estabilizam, configurando que o mercado levou pelo menos 5 pregões para digerir a notícia. Tanto a assimetria informacional anterior a notícia da fusão, quanto a demora na formação de um consenso caracterizam a ineficiência de mercado.

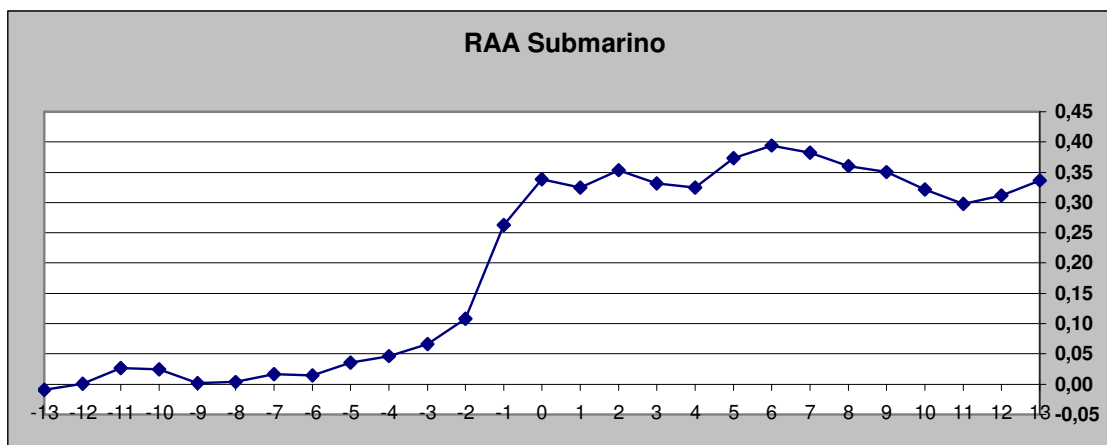
Gráfico 3: Comportamento dos preços das ações na janela de evento (-13 a 13) para o anúncio da Fusão – Submarino e Americanas



Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa

O gráfico 4 abaixo aponta os RAAs, de acordo com modelo sugerido por ROSS (2002), para a empresa submarino nos dias anteriores e posteriores à divulgação da fusão.

Gráfico 4: Retornos Anormais Acumulados - Submarino



Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa



No caso da empresa Submarino, o comportamento do preço de suas ações mostrou-se atípico desde a data D-3, prosseguindo em ascensão até a data D+6, revelando uma ineficiência de mercado tanto pela falta de simetria informacional anterior a divulgação do evento, quanto pelo retardamento na idealização do preço corrente ajustado ao novo cenário.

A tabela 1 a seguir apresenta a média e o desvio padrão referente aos preços das ações antes do anúncio da fusão e depois do anúncio.

Tabela 1: Média e desvio Padrão dos preços das ações

	Ambev				Submarino	
	PN		ON		ON	
	Antes do Anúncio	Depois do anúncio	Antes do Anúncio	Depois do anúncio	Antes do Anúncio	Depois do anúncio
Média	557,30	436,32	511,14	727,66	41,31	57,30
Desvio padrão	21,44	22,56	49,33	15,03	1,79	2,19

Fonte: Elaborado pelos autores com dados da pesquisa

Os resultados da tabela acima apresentaram indícios de que o mercado reagiu de maneira negativa ao anúncio da fusão para as ações preferenciais da empresa Ambev quando comparada à média dos 13 dias anteriores com os 13 dias posteriores. Mas o contrário ocorreu com as ações ordinárias, onde se constatou um aumento da média posterior. Uma possível explicação para essas diferentes reações seria que o mercado optou pelo controle do comando decisório relegando a preferência nas distribuições dos dividendos, isto é, portadores de ações PN desfizeram suas posições para adquirir ações ON.

Quanto à fusão entre as empresas Submarino e Americanas, o mercado reagiu de maneira positiva. A tabela 1 aponta um aumento no preço médio da ação após a divulgação da notícia. A análise dos dados da tabela mostra diferentes reações dos investidores para um mesmo tipo de evento, a saber, fusão. Tal fato pode significar uma ineficiência do mercado por não haver um consenso entre os investidores sobre os efeitos da notícia.

Reverendo as 3 condições suficientes para a verificação da HEM, de inexistência de custos de transação, de simetria informacional, e consenso dos efeitos da informação, fica denotado que embora as mesmas não sejam necessárias, nenhuma delas se configurou no estudo de eventos proposto. Primeiro porque a inexistência de custos de transação é uma utopia ante os custos da estrutura de um mercado de capitais. Segundo porque as informações anteriores à data da divulgação só estavam disponíveis a um grupo privilegiado de investidores que agitaram os preços antecipadamente. Terceiro porque no dia após a divulgação da notícia não se formou de imediato um consenso sobre o novo patamar de preço de cada título, já que retornos anormais prosseguiram além da data zero.

Na verdade a maior contribuição que se pretende dar a HEM é a análise de que a condição de inexistência de custos de transação só seria possível se o mercado de capitais fosse integralmente subsidiado por um órgão comum a sociedade, o governo. Também que a disponibilidade simultânea das informações a todos os investidores, e que há consenso sobre os efeitos dessas informações nos preços dos títulos, são considerações ingênuas por subestimar a esperteza humana e as diferenças pessoais.

Indo mais além, observa-se que a literatura existente é imparcial e se limita a expor pontos favoráveis e desfavoráveis a HEM. Ross (2002) cita como exemplo desfavorável, os ganhos anormais obtidos na emissão e recompra de ações diante da decisão de escolha da melhor ocasião. Em contrapartida, cita como exemplo favorável a HEM, o pífio desempenho dos fundos que em sua maioria alcançaram um retorno aquém do índice de mercado no período de 1971 a 1992.

Ocorre que a literatura deixa de considerar o mecanismo de regulação dos fundos, em que são obrigados a atender a legislação vigente imposta a esta categoria de investidor. Os fundos estão sujeitos a um limite máximo de compra de ações, como forma de precaver uma liquidez mínima aos possíveis resgates. Num ciclo de alta de preços, enquanto aos investidores individuais é permitido assumir uma posição acionária de 100% do capital disponível, os fundos estão impedidos de assumir uma posição totalitária perdendo oportunidade de ganho. Já num ciclo de baixa de preços, em que aos investidores individuais é permitido desfazerem-se integralmente de suas ações, novamente os fundos estão limitados a manter um portfólio mínimo, amargando piores resultados que em outras aplicações livres de risco.

Na verdade, pretende-se evidenciar que a HEM em sua forma semiforte, apresenta não só incoerência em sua definição, mas também que os testes que a ratificam podem tratar-se de meras coincidências estatísticas, carecendo de análises mais objetiva e imparciais.

O levantamento das pesquisas realizado por Camargos e Barbosa (2003) no mercado brasileiro, relativo a HEM em sua forma semiforte, demonstrou que dos 8 trabalhos avaliados, referentes ao período 1973 a 2001, apenas 2 corroboram a hipótese, contra 6 que refutam. Em outro levantamento de Camargos e Romero (2006), onde de um total de 10 trabalhos avaliados referentes ao período de 1988 a 2005, constatou-se que apenas 2 confirmaram a HEM, enquanto os 8 trabalhos restantes demonstraram evidências contrárias, formando um histórico que tende a desacreditar na possibilidade de um mercado eficiente.

Nas considerações do primeiro levantamento realizado em 2003, os autores ponderam que o mercado de capitais brasileiro carecia de mais estudos para contemplar a HEM, principalmente a partir de 1994 quando a economia atingiu o patamar da estabilidade econômica e monetária. Porém, os resultados esboçados no segundo levantamento de 2006, não apresentaram uma resposta positiva no sentido validar a HEM, já que o percentual de validação regrediu de 25% no período de 1973/2001 para 20% no período de 1988/2005, demonstrando não haver um amadurecimento no mercado de capitais brasileiro ao realizar testes mais concentrados no período da estabilidade.

Some-se a estas considerações, um estudo de eventos recentes ocorridos nos anos de 2004 e 2006, referentes às fusões das empresas Interbrew-Ambev e Submarino-Americanas, respectivamente, caracterizado por uma ineficiência do mercado de capitais brasileiro, o que parece não restar alternativa senão engrossar a ala cética sobre a HEM.

## **5. Considerações Finais**

Neste artigo analisou-se, por meio de um estudo de evento, a reação dos investidores para o anúncio de informação relevante – fusão – dos casos Ambev-Interbrew em março de 2004 e Submarino-Americanas em novembro de 2006, com o objetivo de verificar se o mercado brasileiro é eficiente na forma semiforte.

Ficou constatado que para ambos os casos, o mercado mostrou-se ineficiente. Primeiramente, quanto à velocidade de resposta à informação divulgada, o estudo de evento

mostrou que os investidores reagiram de maneira lenta, isto é, o preço da ação não teve uma reação imediata à divulgação de uma informação. Outro fato relevante foi que os preços das ações começaram a reagir alguns dias antes da divulgação, evidenciando o vazamento da informação, o que significa dizer que houve uma assimetria informacional.

Para confirmação da HEM em sua forma semiforte, exige-se que os preços reflitam completamente e instantaneamente todas as informações relevantes divulgadas. Com base nisso, conclui-se que o mercado de capitais brasileiro comportou-se de maneira ineficiente para o evento fusões nos dois casos analisados, principalmente porque os preços das ações reagiram de maneira lenta.

Por fim, deve-se ressaltar que a amostra utilizada pode não refletir completamente a realidade do mercado de capitais brasileiro. Ademais, o resultado apresentado, pode ser reflexo apenas de uma peculiaridade dos casos estudados.

### Referências

ALMEIDA, Ricardo Jose de; BUENO, Artur Franco; BRAGA, Régis Fernando de Ribeiro. Teste sobre a eficiência informacional do mercado brasileiro em relação ao anúncio ou divulgação de fusões/aquisições no período entre maio de 1995 e janeiro de 1998. **IV SEMEAD**. Outubro, 1999.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Como preparar trabalhos para cursos de pós-graduação**: Noções práticas. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2004.

Brealey, R. A.; Myers, S.C. **Princípios de finanças empresariais**. 3. ed. Portugal: McGraw Hill de Portugal, 1992.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Teoria e evidência da eficiência informacional do mercado de capitais brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**. São Paulo, v. 10, nº 1, janeiro/março 2003.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; ROMERO, Julio Alfredo Racchumi. Análise empírica da reação do mercado de capitais brasileiro a eventos corporativos: Teste conjunto da Hipótese de Eficiência do Mercado. **Revista de Gestão USP**. São Paulo, v.13, n.3, p.57-74, julho/setembro 2006.

COPELAND, T. E. WESTON, J. F. **Financial theory and corporate policy**. 3.ed. EUA: Addison Wiley Publishing Company, 1988.

ESPINDOLA, Márcio Almeida. **Lucratividade versus investimentos**: Um estudo de caso sobre eficiência informacional no mercado brasileiro. Dissertação de Mestrado. Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 2004.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Works. **The Journal of Finance**. V.25, n.2, p.383-417. may.1970.

FAMA, E. F. Efficient Capital Markets: II. **The Journal of Finance**. Vol. 46. n.5, dec.1991.

FAMÁ, Rubens; BRUNI, Adriano Leal. **Eficiência, Previsibilidade dos preços e anomalias em mercados de capitais**: Teoria e evidências. Caderno de pesquisas em administração, São Paulo, v.1, n.7, 2º trim./98.

PRUX JÚNIOR, Jaime Luiz. **Assimetria Informacional e Precificação das Ações das Empresas negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo**: Evidências a partir da faculdade de divulgar demonstrações contábeis em moeda constante a partir de 1996. Dissertação de Mestrado.Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Porto Alegre, 1998.

ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R.W; JAFE, J.F. **Administração Financeira**: Corporate Finance. São Paulo: Atlas, 2002.

SILVA, Ângela Maria; PINHEIRO, Maria Salete de Freitas; FRANÇA, Maira Nani. **Guia para normalização de trabalhos técnico-científicos**: projetos de pesquisa, trabalhos acadêmicos, dissertações e teses. 5. ed. Uberlândia: UFU, 2006.

SILVA, Luiz Antônio Fernandes da. **A verificação das relações entre estratégia de investimento e as hipóteses de eficiência de mercado**: Um estudo na Bolsa de Valores de São Paulo. Tese (Doutorado) – Escola Politécnica de São Paulo. São Paulo, 2003.